



2015-12-28

公司调研报告

买入/维持

鼎龙股份(300054)

目标价: 34.80

昨收盘: 24.66

化工 化学制品

## 碳粉市场拓展空间大, 020 图文快印和 CMP 耗材后市可期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	448/295
总市值/流通(百万元)	11,045/7,268
12 个月最高/最低(元)	37.50/12.00

### 相关研究报告:

《2016 年化工行业投资专题——“十三五”化工新材料突破壁垒拥抱梦想》——2015/12/16

《2016 年化工重点行业投资策略——电子化学品 高壁垒, 大机会!》——2015/12/15

### 证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

### 分析师助理: 段一帆

电话: 010-88321827

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

◆ **事件:** 近期我们对公司进行了调研, 就公司主营业务的细节以及未来战略发展等情况与管理人员进行了沟通交流。

◆ **化学粉替代物理粉是趋势, 公司碳粉销量增加确定性大。** 由于原装粉厂商不会再推出物理粉新机器, 化学粉今后将逐步占领物理粉市场, 物理粉存量非常大, 给化学粉提供了非常可观的替代空间。打印复印耗材市场的另一个趋势是彩色粉替代黑白粉。公司作为国内兼容彩色化学碳粉最大的厂商, 将会明显受益于化学粉替代物理粉、彩色粉替代黑白粉的进程。公司彩粉二期建设完成, 正在调试。彩粉二期明年投产后, 公司碳粉的产能将从 1500 吨增加到 2000 吨。公司碳粉产量将从 900-1000 吨扩产到 1200-1300 吨。2016 年, 公司碳粉销量的增加将会给公司业绩的增长做出主要贡献。

◆ **020 图文快印项目思路明确, 将逐渐贡献利润。** 在 020 数字图文快印和云打印领域, 公司尝试打造“互联网+中心工厂+窗口店”的商业模式。随着公司增资山东世纪开元彩扩摄影有限公司并持有 20% 股权, 该商业模式得到了进一步确定。在互联网图文快印行业, 世纪开元为行业第一, 建立了完善的“互联网+中心工厂”的模式, 近两年来订单量以 80%-100% 的速度在增长。公司会考虑未来对世纪开元剩余 80% 股份持续进行整合, 还会在全国各个重点区域布局与世纪开元类似的“中心工厂”。公司将利用自身碳粉的优势, 与更多互联网快印平台和重点线下窗口店开展合作, 深入整合图文快印复印行业。我国印刷品行业有一万亿的市场空间, 图文快印发展了近十年, 市场规模从零迅速发展到了五千五百亿, 未来图文快印将会逐步替代传统印刷。公司 020 图文快印项目的开展, 与打印复印耗材全产业链形成了良好的互动, 预计明年开始将逐步给公司贡献利润。

◆ **CMP 抛光垫明年年中投产, 公司进入更高壁垒行业。** 公司 CMP 抛光垫预计在 2016 年 6 月底开始投产, 一期投产十万片, 公司抛光垫一期的投入为一个亿左右。目前, CMP 项目所需厂房已经封顶, 材料中试已经完成, 预计 2017 年 CMP 项目能开始给公司贡献利润。CMP 抛光垫行业为寡头垄断, 大部分市场被陶氏化学占领, 另外, 卡博特和 3M 也是抛光垫的生产商。CMP 抛光垫是半导体行业中的重要耗材, 从研发到产出的时间跨度较长, 但毛利率很高。根据公司发布的半导体材

料产业化项目的可行性研究报告，十万片抛光垫投产后，会给公司增加税后利润将近一亿元。

◆ **估值与评级。**公司是国内兼容彩色化学碳粉的绝对龙头，受益于化学粉对物理粉的替代以及彩粉对黑白粉的替代，碳粉销售增长潜力很大，能给公司收益带来持续保证；O2O 图文快印和云打印项目需要整合大量资源，但通过对打印复印行业的整合，能够与碳粉销量的增长相互促进；CMP 耗材项目从开始研发到贡献利润所需时间较长，但技术壁垒高，CMP 抛光垫达产后能实现对进口产品的替代。公司作为细分行业龙头，投入的都是技术门槛较高的项目，同时又通过有针对性的整合行业，提升了公司影响力并保证了利润的增长。不考虑公司近期对标的企业的收购，我们预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.72 元，对应最新收盘价 (24.66 元) 市盈率分别为 67X、52X 和 34X，给予“买入”评级。

◆ **风险提示。**碳粉销售放量速率没有达到较高预期；O2O 图文快印项目毛利率较低；CMP 耗材短期难以贡献利润。

#### ■ 主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	918.64	1073.34	1307.74	1807.06
净利润(百万元)	157.23	191.21	235.13	349.95
摊薄每股收益(元)	0.30	0.37	0.47	0.72

资料来源：太平洋证券

资产负债表(百万)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	359.74	310.46	460.33	397.00	565.50
应收和预付款项	222.27	332.62	332.10	477.48	637.22
存货	107.09	152.94	167.73	221.78	300.88
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	689.09	796.02	960.16	1096.25	1503.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	3.37	8.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	369.62	415.14	393.62	370.38	347.13
在建工程	24.19	1.72	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	270.53	286.62	283.11	279.59	276.08
长期待摊费用	1.18	3.16	2.76	2.37	1.97
其他非流动资产	1.18	10.36	9.96	9.57	9.17
资产总计	1354.61	1509.86	1646.85	1759.16	2144.41
短期借款	119.97	91.19	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	115.84	117.45	220.68	180.75	343.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	238.81	208.64	220.68	180.75	343.65
股本	293.02	440.86	447.90	447.90	447.90
资本公积	571.41	437.08	437.08	437.08	437.08
留存收益	175.84	295.58	396.52	522.77	717.12
归母公司股东权益	1040.27	1173.52	1274.46	1400.71	1595.06
少数股东权益	75.53	127.70	151.70	177.70	205.70
股东权益合计	1115.81	1301.22	1426.16	1578.41	1800.76
负债和股东权益	1354.61	1509.86	1646.85	1759.16	2144.41

现金流量表(百万)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金流	84.37	132.97	287.52	-3.63	271.75
投资性现金流	-111.98	-91.76	13.57	13.53	13.53
融资性现金流	90.62	-51.23	-151.21	-73.24	-116.77
现金增加额	63.01	-9.10	149.87	-63.34	168.51

利润表(百万)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	490.54	918.64	1073.34	1307.74	1807.06
营业成本	340.95	628.21	722.11	877.12	1176.96
营业税金及附加	3.79	4.87	7.51	9.15	12.65
销售费用	15.54	39.47	46.15	56.23	77.70
管理费用	48.54	83.01	96.60	117.70	162.64
财务费用	-3.03	-3.94	-6.54	-8.12	-11.19
资产减值损失	1.25	-0.24	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.21	0.88	0.00	3.37	5.06
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.73	168.13	207.50	259.03	393.36
其他非经营损益	13.79	15.84	15.85	15.85	15.85
利润总额	102.52	183.97	223.35	274.88	409.21
所得税	14.25	26.74	32.14	39.75	59.26
净利润	88.27	157.23	191.21	235.13	349.95
少数股东损益	13.64	22.84	24.00	26.00	28.00
归母股东净利润	74.64	134.39	167.21	209.13	321.95

预测指标

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	30.49%	31.61%	32.72%	32.93%	34.87%
销售净利率	17.99%	17.12%	17.81%	17.98%	19.37%
销售收入增长率	54.99%	87.27%	16.84%	21.84%	38.18%
EBIT 增长率	39.27%	82.53%	19.64%	22.17%	50.20%
净利润增长率	25.37%	78.12%	21.61%	22.97%	48.83%
ROE	7.17%	11.45%	13.12%	14.93%	20.18%
ROA	7.34%	12.02%	13.18%	15.08%	18.58%
ROIC	15.64%	16.08%	15.79%	21.85%	27.39%
EPS (X)	0.17	0.30	0.37	0.47	0.72
PE (X)	147.98	82.19	66.05	52.81	34.31
PB (X)	10.62	9.41	8.67	7.89	6.92
PS (X)	22.52	12.02	10.29	8.45	6.11
EV/EBITDA (X)	59.91	50.42	43.29	36.48	24.75

资料来源: 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。